

宏观动态报告

2023年7月7日

非农薪资环比偏强，警惕三季度两次加息

20230707

核心内容：

- **新增非农就业略低于预期，失业率稍降，但薪资增速较强** 单位调查 (establishment survey) 方面，6月新增非农就业 20.9 万人，稍低于 22.5 万人的市场预期；同时，4、5 月份的新增非农就业分别从 29.4 万人和 33.6 万人下修为 21.7 万人和 30.6 万人，年内新增就业保持强劲。非农时薪增速加快，6 月同比增长 4.35%，环比 0.36%；同时 5 月时薪增速从 0.33% 上修至 0.36%，三月均环比增速为 0.38%。家庭调查 (household survey) 方面，失业率从 3.7% 略降至 3.6%，符合预期且处于较低水平；劳动参与率保持 62.6%，55 岁及以上参与率降至 38.3%。6 月兼职就业略有回落，全职就业小幅回升，累计兼职工作人数同比增速为 2.80%，累计全职工作人数同比增速回升至 1.74%。
- **服务就业回落但偏强，商品生产略有回升，家庭调查中劳动紧张程度弱于非农数据** 全部非农就业三个月均值降低至 24.44 万人，4、5 月份就业数据下修也有贡献。不过，新增非农就业频繁的调整意味着单月数据的变化不应过度解读，而是需要结合家庭调查数据保持观察。整体上，劳动市场还是处于缓慢放缓的过程中，但目前来看放缓过于缓慢也可能成为美联储进一步加息的理由。而累计全职工作的增加依然体现了美国就业市场的稳定性，同时家庭调查反映的紧张程度继续弱于非农数据，前期非农就业的下修也支持这一观点。虽然如此，兼职工作并未显著提升而全职工作稳定增长的态势同样指向偏强的劳动市场，这在工资增速降幅较小的情况下对通胀控制难言乐观。
- **非农时薪增速上修，对核心通胀压力增加，支持通胀敏感的美联储继续加息** (1) 在美联储物价稳定、就业最大化和金融稳定的框架中，由于银行业信贷派生较为健康且通过了严格的压力测试、就业市场不弱，物价稳定的权重再度显著提升。(2) 时薪环比增速的上修使得 2023 年末预计的同比增速从 3.6% 向 3.9%-4% 靠拢，这进一步加大了控制服务通胀部分的难度；尽管薪资缓慢下行的趋势仍在，但其斜率似乎难以满足美联储的要求。(3) 随着美联储下调年末失业率预期，年内劳动市场的韧性意味着衰退判定很难出现，费城联储 CEI 显示劳动市场符合弱衰退标准至少要等到 2024 年一季度。(4) 美联储目前处于模仿沃尔克时代的“矫枉过正”状态下，随着金融稳定的压力在二季度显著降低，工资增速降幅不及预期、高于潜在增速的产出增长、私人部门净值随房价环比企稳和权益资产升值而提高、金融条件偏松等因素都在支持在三季度不止一次的加息。
- **关注美元指数和美债收益率三季度向上的风险和随后重启衰退交易的可能** 在 CPI 和 PCE 价格指数存在居住成本统计滞后的情况下，进一步加息短期并不会令通胀显著回落，维持高利率足矣；但从美联储的角度考虑，在经济和金融稳定仍可承受的情况下继续加息可能才是最稳妥的选择。在美联储三季度两次加息的情况下，美元指数和美债指数仍有上行的风险，其中我们提示的 10 年期美债收益率超过 4% 的情况已经出现；目前美元指数仍处于震荡中，但在欧元区经济表现不及预期，欧央行难以更加鹰派的情况下，其回升的风险不可忽视。同时，在三季度利率达到极高位后，新一轮的衰退交易可能会再度开启，导致美债收益率和美元快速回落。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：于金潼

主要风险：美国经济衰退提前风险，市场出现严重流动性危机的风险

美国劳工数据局（BLS）7月7日公布了2023年6月劳动数据。单位调查（establishment survey）方面，6月新增非农就业20.9万人，稍低于22.5万人的市场预期；同时，4、5月份的新增非农就业分别从29.4万人和33.6万人下修为21.7万人和30.6万人，年内新增就业保持强劲。非农时薪增速加快，6月同比增长4.35%，环比0.36%；同时5月时薪增速从0.33%上修至0.36%，三月均环比增速为0.38%。家庭调查（household survey）方面，失业率从3.7%略降至3.6%，符合预期且处于较低水平；劳动参与率保持62.6%，55岁及以上参与率降至38.3%。6月兼职就业略有回落，全职就业小幅回升，累计兼职工作人数同比增速为2.80%，累计全职工作人数同比增速回升至1.74%。

尽管新增非农就业低于市场预期并出现了下修，全职就业仍在小幅增长且失业率略有回落，最值得关注的薪资增速有所加快。美国劳动市场短期韧性保持，而工资增速对核心通胀造成的压力有所加大，这使美联储6月FOMC会议上的点阵图更加可信。我们倾向于（1）在美联储物价稳定、就业最大化和金融稳定的框架中，由于银行业信贷派生较为健康且通过了严格的压力测试、就业市场不弱，物价稳定的权重再度显著提升。（2）时薪环比增速的上修使得2023年末预计的同比增速从3.6%向3.9%靠拢，这进一步加大了控制服务通胀部分的难度；尽管薪资缓慢下行的趋势仍在，但其斜率似乎难以满足美联储的要求。（3）随着美联储下调年末失业率预期，年内劳动市场的韧性意味着衰退判定很难出现，费城联储CEI显示劳动市场符合弱衰退标准至少要到2024年一季度。（4）美联储目前处于模仿沃尔克时代的“矫枉过正”状态下，随着金融稳定的压力在二季度显著降低，工资增速降幅不及预期、高于潜在增速的产出增长、私人部门净值随房价环比企稳和权益资产升值而提高、金融条件偏松等因素都在支持在三季度不止一次的加息。

图 1：新增非农就业（千人）

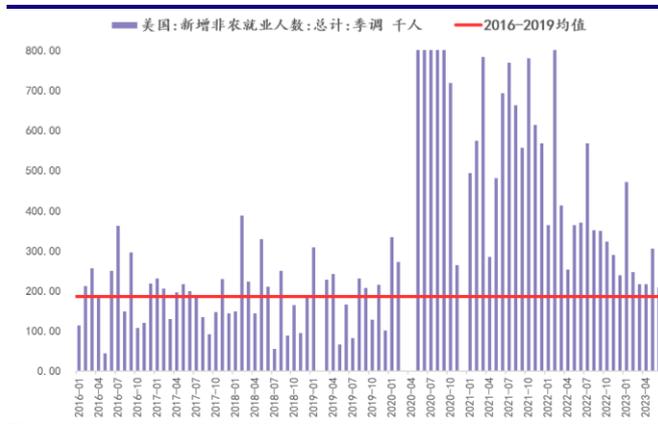
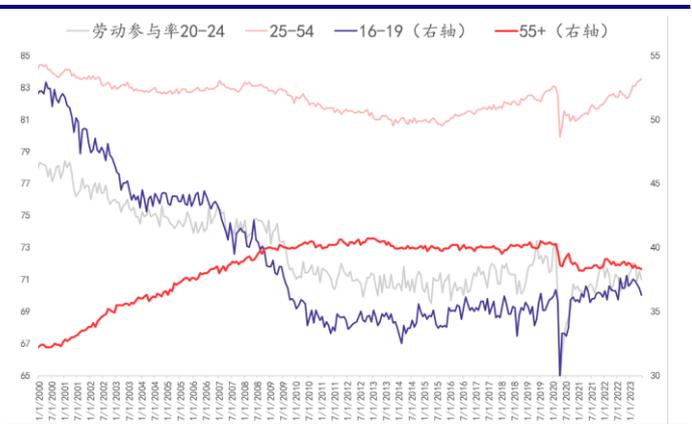


图 2：劳动参与率稳定，但 55 岁以上略有下降 (%)



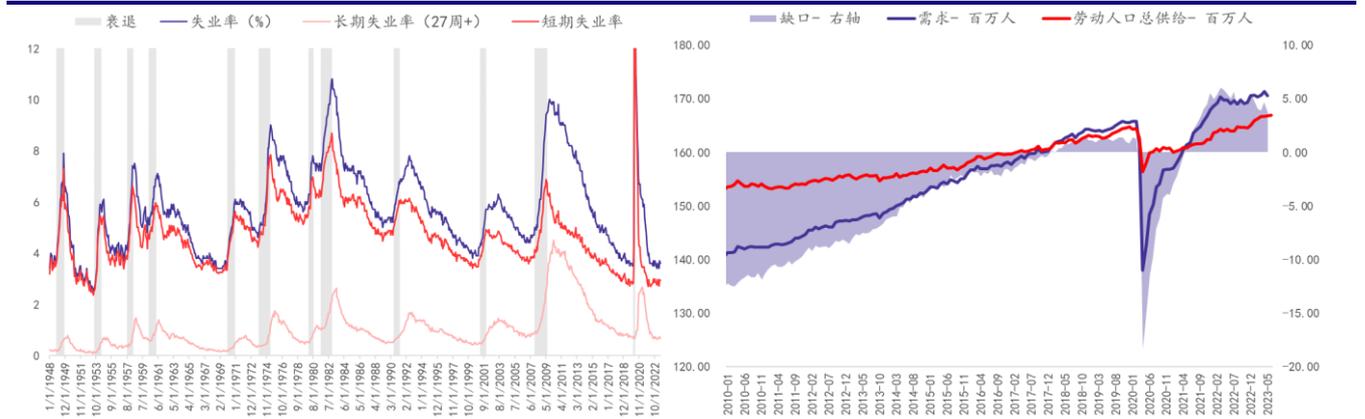
资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

我们此前对于美联储三季度利率路径预期的调整（从停止加息保持观察到加息两次，每次25BP）的主因是金融稳定在美联储货币政策反应公式中权重的显著下降，这使得通胀的边际变化再度成为重中之重。尽管CPI中的核心服务部分整体回落，但更贴近居民支出的PCE核心服务价格出现了走平的迹象，同时消费的韧性和资产价格回升带来的财富效应也令美联储担忧。虽然我们认为在CPI和PCE价格指数存在居住成本统计滞后的情况下，进一步加息短期并不会令通胀显著回落，维持高利率足矣；但从美联储的角度考虑，在经济和金融稳定仍可承受的情况下继续加息可能才是最稳妥的选择。在美联储三季度两次加息的情况下，美元和美债指数

仍有上行的风险，其中我们提示过的 10 年期美债收益率超过 4% 的情况已经出现；目前美元指数仍处于震荡中，但在欧元区经济表现不及预期，欧央行难以更加鹰派的情况下，其回升至 105 左右的风险不可忽视。同时，在三季度利率达到极高位置后，新一轮的衰退交易可能会再度开启，导致美债收益率和美元快速回落。

图 3：失业率继续处于历史低位，长期失业没有明显增加（%） 图 4：粗略劳动市场缺口 5 月略有降低，主因仍是职位空缺减少



资料来源：BLS，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

一、服务就业有所回落，商品生产继续低位徘徊

新增非农就业的结构继续与经济弱制造、强服务的格局吻合。新增的 20.9 万人中，商品生产增加 2.9 万人，与制造业 PMI 的底部震荡相符，而服务生产多增 12 万人，比前期放缓；政府部门多增 6 万人。剔除政府影响后，私人非农就业新增 14.9 万人，属于 2021 年以来最低水平。全部非农就业三个月均值降低至 24.44 万人，4、5 月份就业数据下修也有贡献。不过，新增非农就业不仅存在重复统计兼职的可能，其频繁的调整意味着单月数据的变化不应过分解读，而是需要结合家庭调查数据保持观察。私人部门中新增较多的行业有教育和保健服务 7.3 万人、建筑业 2.3 万人、专业和商业服务以及休闲和酒店各 2.1 万人以及其他服务业 1.7 万人；另外批发、零售和运输仓储业出现了负增长。由于服务业中休闲和酒店业与教育和保健服务业与疫情前的缺口没有闭合，服务业走弱需要需求明显下降，这在不低的工资增速下短期难度较大。以新增非农就业作为衰退预警，商品生产新增就业三月均反而略有回升，服务业三月均值虽然降低至 17 万人左右，但离 -5 万阈值有相当距离。整体上，劳动市场还是处于缓慢放缓的过程中，但目前来看放缓过于缓慢也可能成为美联储进一步加息的理由。

图 5：各行业新增就业人数变化（千人）

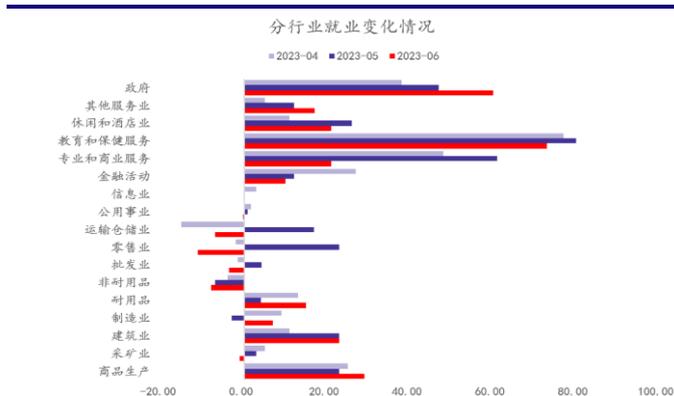
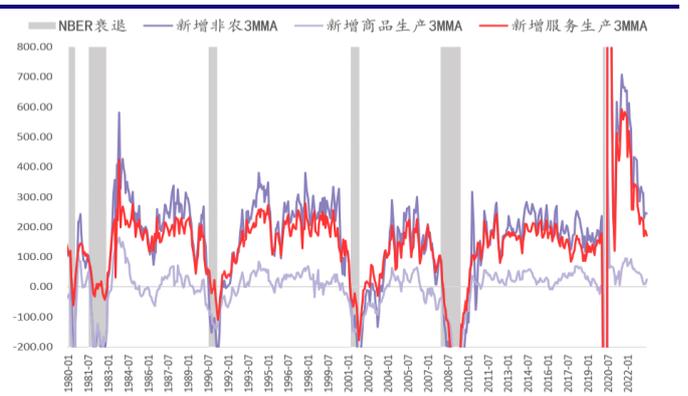


图 6：新增就业三月移动平均显示离衰退仍有距离（千人）



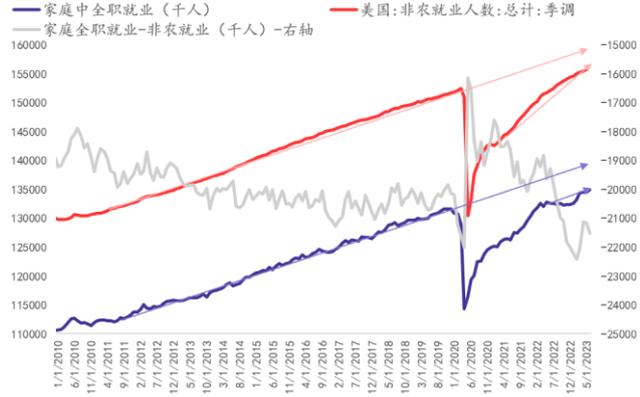
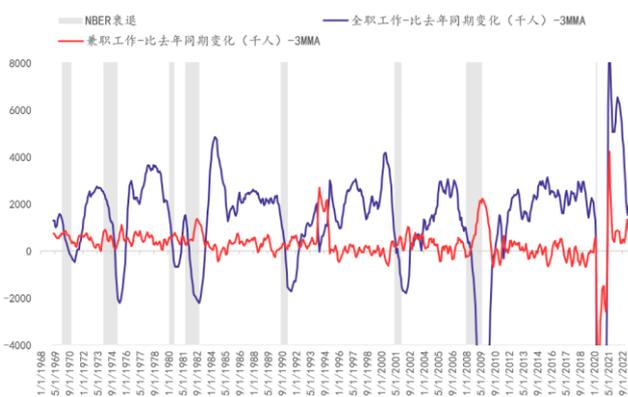
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

6月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速略降至2.53%，总计2618万人，比上月下行；累计全职工作人数的三月均同比增速回升至1.64%，总计1.3486亿人。全职工作的增加依然体现了美国就业市场的稳定性，同时家庭调查反映的紧张程度继续弱于非农数据，前期非农就业的下修也支持这一观点。虽然如此，兼职工作并未显著提升而全职工作稳定增长的态势同样指向偏强的劳动市场，这在工资增速降幅较小的情况下对通胀控制难言乐观。

图 7: 全职就业近期有企稳的姿态, 没有继续回落 (千人)

图 8: 家庭调查显示的就业情况比非农数据更弱 (千人)



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

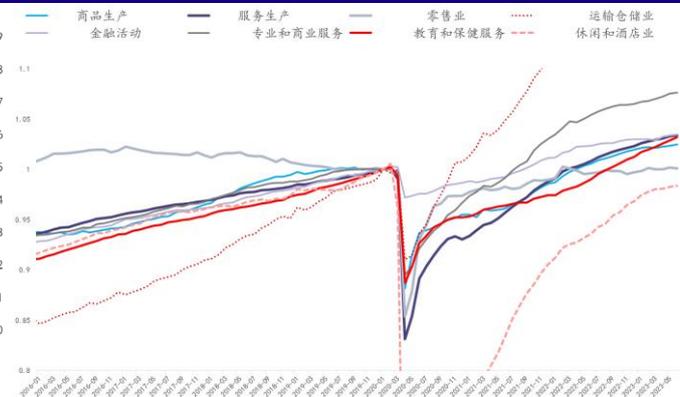
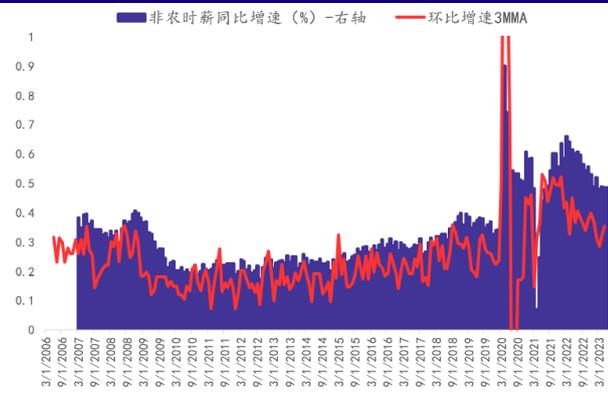
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

二、非农时薪增速上修, 对核心通胀压力增加, 支持通胀敏感的美联储继续加息

本月新增非农就业低于预期, 但薪资出现了上修, 这并不利于中期的通胀控制但短期影响不大。我们预测6月美国CPI同比增速降低至3.2%, 核心增速约5.0%。时薪环比中枢再度上升意味着其对核心通胀的压力稍有加大。在金融稳定并未显著冲击经济增长和总需求后, 薪资对核心服务部分的支撑很可能使美联储继续加息, 杜绝通胀反弹的风险。以目前的薪资增速推测, 鲍威尔5月答记者问中指出的与通胀目标更加吻合的3%左右的薪资同比增速在年内很难达成, 2023 降息概率也已很低。

图 9: 非农时薪增速不弱且前值上修 (%)

图 10: 服务业劳动缺口仍然较多 (2019 年末=1)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

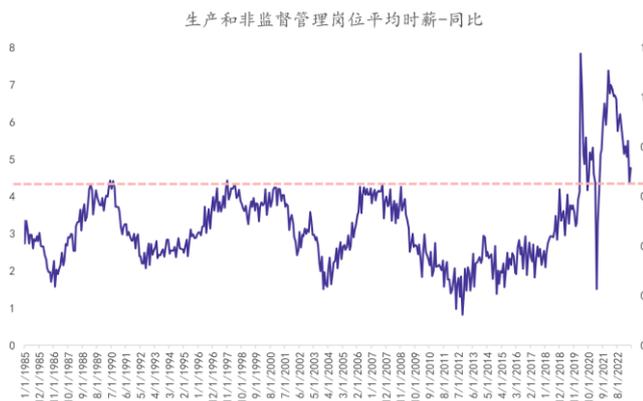
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

具体来看，6月私人部门非农工资同比增速维持4.35%，环比增速0.36%；同时5月0.33%的环比增速上调至0.36%。商品业的同比和环比时薪增速分别为4.94%和0.50%，服务业为4.20%和0.30%，服务业放缓而商品业加快。从细项来看，同比增速最快的行业有采矿业5.98%、休闲和酒店业5.63%、非耐用品业5.60%、批发业5.23%和运输仓储业4.95%。环比增速居前的有非耐用品业1.22%、金融活动业0.77%、批发业0.55%、公用事业0.53%和耐用品业0.42%。商品生产业的薪资出现了回升并带动薪资环比维持不低的增速，核心通胀的压力有小幅的增加，质量更高的二季度ECI数据未来可能进一步确认薪资增速的上修。

从环比角度考虑，一季度环比增速为0.28%，但二季度则加快至0.38%，这对通胀控制来说是相对明确的坏消息，也反映出银行业危机在二季度对服务需求的影响不明显。0.38%的增速不仅远高于疫情前0.24%的环比均值，以提升的三月均环比测算年末非农时薪增速同比增速仍会有3.9%-4%，这对应核心PCED同比增速强于我们此前3.6%的预期。从美联储的视角看，二季度的薪资增速仍包含使服务通胀走平或者反弹的风险，这将刺激通胀敏感的联储官员们考虑下半年多次加息。

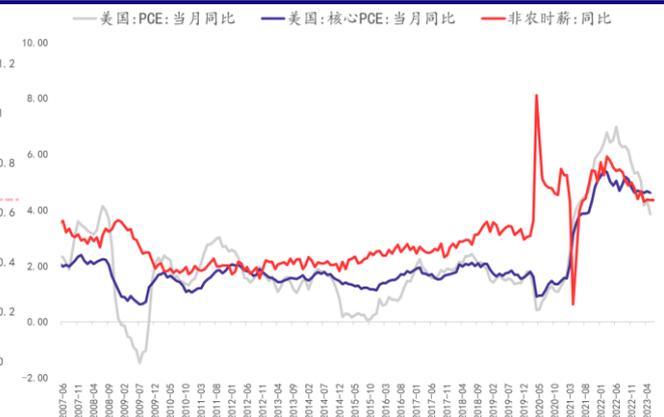
近期房价增速的环比改善和权益市场的上涨带来的财富效应可能是总需求在超额储蓄持续消耗下仍保持韧性的重要原因，更高的利率虽然不会立刻加速通胀的下行，但对资产价格和市场预期的进一步压制利于在中期杜绝通胀反弹的可能。在目前经济和就业市场短期都可以承受更高利率终值的情况下，薪资的变化支持美联储继续加力紧缩。

图 11：时间序列更长的生产者时薪增速反弹至 4.75%



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

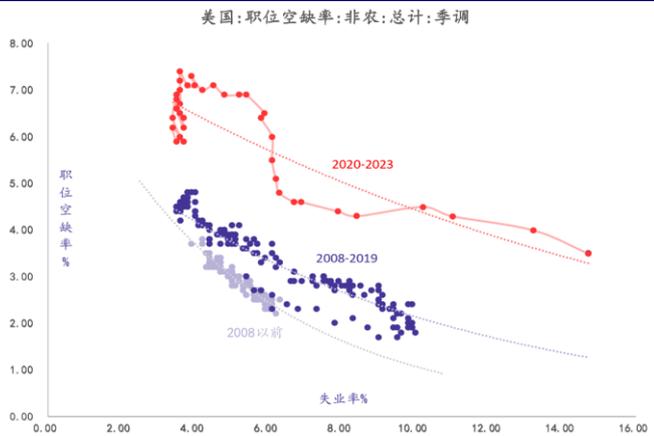
图 12：工资增速走平加大了核心 PCED 面临的压力



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

总体上，失业率和薪资依旧是最重要的两个劳动数据，前者决定衰退的时点，后者决定通胀的压力。一方面，贝弗里奇曲线框架中在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，即使美联储再度加息，失业率短期也不会抬升，但这并不意味着美国在高利率下可以逃逸 2024 年的弱衰退；我们更倾向于衰退的时点只是推迟了，但仍会发生。而关于通胀，则可以将二季度理解为美联储对银行危机影响的观察期，期间工资环比增速的韧性、信贷派生的稳定、消费需求对经济的拉动都逐渐夯实了美联储继续加息以防止通胀走平或反弹的决心。同时，历史经验是一旦美联储7月重启加息，则很难仅加一次25BP就停下，因为这样的信号作用不够明确；在美债收益率上行相对快速的情况下，需要关注还在震荡中的美元指数的上行风险。

图 13：贝弗里奇曲线需要下移至疫情前水平后失业率才会上升 图 14：市场尚未相信美联储下半年会加息超 25BP



MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.6%	92.4%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	72.0%	22.2%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.4%	56.1%	34.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	11.2%	53.2%	30.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	22.5%	47.0%	23.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	9.7%	29.2%	36.8%	18.7%	4.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.0%	18.3%	32.6%	28.8%	12.2%	2.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.9%	15.2%	29.2%	29.7%	16.1%	4.7%	0.7%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.4%	3.2%	12.9%	26.4%	29.6%	18.8%	7.0%	1.5%	0.2%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.6%	10.9%	23.5%	28.9%	21.1%	9.5%	2.6%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.4%	6.7%	17.1%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

非农数据概览：

	新增非农就业-季调 (千人)			非农时薪-季调(美元)			新增非农离职 (千人)			时薪变化
	2023-06	2023-05	2023-04	2023-06	2023-05	2023-04	2023-05	2023-04	2023-03	
非农总计	209.0	306.0	217.0				216.0	376.0	270.0	
非农私人合计	149.0	259.0	179.0	33.58	33.46	33.34	133.0	399.0	242.0	
商品生产	29.0	23.0	25.0	33.99	33.82	33.69				
采矿业	-1.0	3.0	5.0	38.08	38.12	37.74	4.0	-4.0	-2.0	
建筑业	23.0	23.0	11.0	36.31	36.24	36.11	57.0	38.0	5.0	
制造业	7.0	-3.0	9.0	32.38	32.15	32.04	28.0	1.0	23.0	
耐用品	15.0	4.0	13.0	33.87	33.73	33.56	7.0	-18.0	32.0	
非耐用品	-8.0	-7.0	-4.0	29.79	29.43	29.43	21.0	19.0	-9.0	
服务生产	120.0	236.0	154.0	33.48	33.38	33.26				
批发业	-3.6	4.2	-1.5	36.85	36.65	36.61	-46.0	49.0	-4.0	
零售业	-11.2	23.0	-2.0	23.85	23.81	23.83	53.0	61.0	36.0	
运输仓储业	-6.9	16.9	-15.1	29.07	28.98	28.86				
公用事业	-0.3	0.9	1.7	49.60	49.34	49.44				
信息业	0.0	0.0	3.0	47.84	48.16	47.63	-14.0	11.0	1.0	
金融活动	10.0	12.0	27.0	43.33	43.00	42.68	-25.0	60.0	18.0	
专业和商务服务	21.0	61.0	48.0	40.37	40.25	40.14	-81.0	60.0	96.0	
教育和保健服务	73.0	80.0	77.0	32.92	32.83	32.75	49.0	20.0	55.0	
休闲和酒店业	21.0	26.0	11.0	21.21	21.13	21.04	82.0	117.0	-75.0	
其他服务业	17.0	12.0	5.0	29.75	29.70	29.56	65.0	-21.0	46.0	
政府	60.0	47.0	38.0							

单元格标红：大于前值

资料来源：BLS、Wind，中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722

tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn